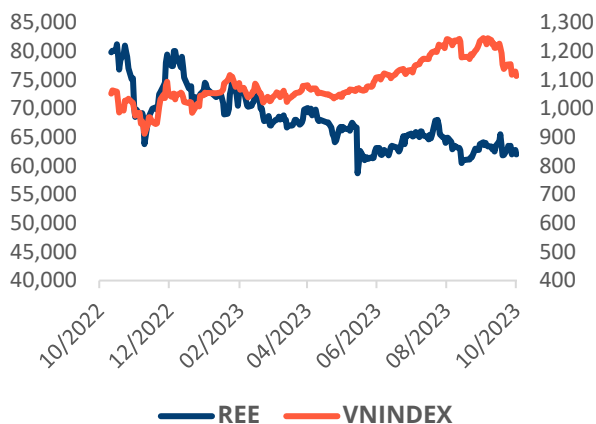
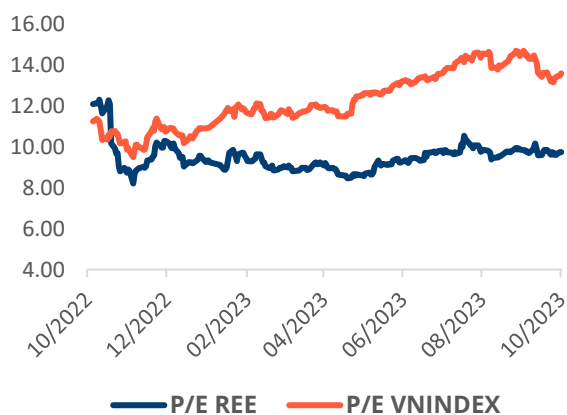


Thông tin cổ phiếu (17/10/2023)

Giá hiện tại	61,600 VND
Giá mục tiêu (1 năm)	79,071 VND
Giá cao nhất 52 tuần	70,266 VND
Giá thấp nhất 52 tuần	50,900 VND
KLGD TB 1 tháng	589,123 CP
Vốn hóa TT	25,176 tỷ VND
BVPS 2022	43,507 VND
Beta	0.67

Diễn biến giá REE và VNIndex

P/E REE và VNIndex

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị mua REE với giá mục tiêu 79,071 đồng (tăng 28.4% so với giá ngày 17/10/2023) theo phương pháp định giá SOTP. Chúng tôi đánh giá REE “Khả quan” do các yếu tố sau:

- (1) Tăng trưởng bền vững do sở hữu dòng tiền ổn định, dồi dào nhờ ngành nghề kinh doanh có tính đặc thù: Hạ tầng điện, Hạ tầng nước, Bất động sản (BDS) cho thuê; đây là các ngành nghề đang hưởng lợi khi nhu cầu dịch vụ tiện ích ngày càng tăng cao.
- (2) Kết quả kinh doanh duy trì ổn định dù bối cảnh có nhiều khó khăn.

Tiềm năng tăng giá

- (1) REE hiện đang là một tập đoàn đầu tư đa ngành với chiến lược phát triển hướng đến sự bền vững, tập trung mạnh vào 4 mảng: Hạ tầng điện đóng góp 59% doanh thu và 60% lợi nhuận; Bất động sản và cho thuê văn phòng đóng góp 12% doanh thu và 23% lợi nhuận; Hạ tầng nước đóng góp 0.6% doanh thu và 15% lợi nhuận; và Cơ điện lạnh đóng góp 29% doanh thu và 2% lợi nhuận.
- (2) Công ty lập kế hoạch 2023 tập trung phát triển công suất mới trên ba lĩnh vực chủ yếu: Hạ tầng điện; Hạ tầng nước; Bất động sản và cho thuê văn phòng với mục tiêu doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt 10,962 tỷ đồng (+17%) và 2,700 tỷ đồng (+0.3%).
- (3) Các nhà máy điện, nhà máy nước tiếp tục hoạt động đều, tham gia tích cực trên thị trường, nơi có thể chào giá cạnh tranh để tăng doanh thu.
- (4) Mảng Bất động sản có 02 dự án mới về phân khúc nhà ở sẽ được đưa ra thị trường (dự án Bồ Xuyên - Thái Bình), tòa nhà văn phòng E.Town 6 dự kiến hoàn thành trong quý 4/2023, cung cấp thêm 36,798m² diện tích cho thuê, nâng tổng diện tích văn phòng cho thuê lên 181,652m².
- (5) Kết quả kinh doanh (KQKD) Quý 3&4/2023 kỳ vọng được cải thiện, bởi Quý 3&4 là quý kỳ vọng báo lãi từ các doanh nghiệp thủy điện, chúng tôi kỳ vọng KQKD của REE sẽ tốt hơn nhờ mảng thủy điện được hưởng lợi từ mùa mưa sắp tới.

Rủi ro giảm giá

- (1) Sản lượng điện thấp hơn kế hoạch, cụ thể thủy điện ghi nhận sản lượng thấp hơn kỳ vọng trong trường hợp tình hình thủy văn không còn thuận lợi, lưu lượng nước về các hồ không đều và thiếu ổn định.
- (2) Danh sách đơn hàng ký mới (Back-log) ở mảng Cơ điện lạnh tăng trưởng thấp hơn kế hoạch do những khó khăn của thị trường chung.

TÓM TẮT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH Q2/2023

	Q2/23	Q2/22	%svck	Chú thích
Doanh thu thuần	2,174	2,023	7%	Doanh thu thuần tăng do mảng Cơ điện lạnh tăng mạnh khi ghi nhận các dự án đang thi công với các công việc đã được nghiệm thu hoàn thành.
Hạ tầng điện	1,124	1,174	-4%	Doanh thu thuần mảng Hạ tầng điện giảm, nguyên nhân đến từ Thủy điện kém tích cực. Cụ thể, lượng nước về hồ giảm, tác động trực tiếp đến sản lượng khiến lợi nhuận ròng mảng này giảm 125.56 tỷ svck (tương ứng giảm 26% svck).
Hạ tầng nước	20	44	-54%	Doanh thu giảm mạnh, tuy nhiên lợi nhuận ròng chỉ giảm nhẹ và duy trì ổn định do nguồn thu nhập cố tức tiền mặt chiếm tỷ trọng rất lớn ở mảng này.
Bất động sản và cho thuê văn phòng	264	260	2%	Doanh thu nhích nhẹ, tuy nhiên mặt bằng lãi suất biến động mạnh cùng với phát sinh chi phí dự phòng nợ tăng khiến lợi nhuận của mảng này bị ảnh hưởng, giảm mạnh 68% tỷ svck (giảm 24 tỷ đồng svck).
Cơ điện lạnh	766	545	40%	Doanh thu mảng này tăng cao nhất, tuy nhiên lợi nhuận ròng lại giảm mạnh nhất do thị trường bất động sản gần như bị đóng băng, cộng với lãi suất tín dụng tăng khiến chi phí dự phòng nợ tăng.
GVHB	-1,295	-1,127	15%	Giá vốn hàng bán tăng mạnh khiến lợi nhuận gộp giảm
Lợi nhuận gộp	880	896	-2%	
Chi phí BH&QLDN	-171	-106	61%	
Chi phí bán hàng	-23	-20	14%	Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp ghi nhận mức tăng lần lượt 14% và 72%
Chi phí QLDN	-148	-86	72%	
CP bán hàng / doanh thu				
CP QLDN / doanh thu				
CP BH&QLDN / doanh thu				
Lợi nhuận hoạt động	692	836	-17%	
Lợi nhuận / (Chi phí) tài chính				Lợi nhuận ròng giảm 17% do cả ba mảng Hạ tầng điện, Hạ tầng nước và Cơ điện lạnh đều giảm svck, lần lượt giảm theo thứ tự là 26%, 68% và 6%
Lợi nhuận trước thuế	696	845	-18%	
Lợi nhuận ròng	624	755	-17%	

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Cơ cấu cổ đông lớn (01/09/2023)

Platinum Victory Pte. Ltd, 34.6%	Nguyễn Thị Mai Thanh, 12.2%	Công ty Đầu tư Tài chính Nhà Nước Thành phố Hồ Chí Minh (FHIC), 7.2%	Quỹ ETF DCVFMVN, 5.6%	Nguyễn Ngọc Hải, 5.5%
			Apollo Asia Fund Ltd, 5.0%	

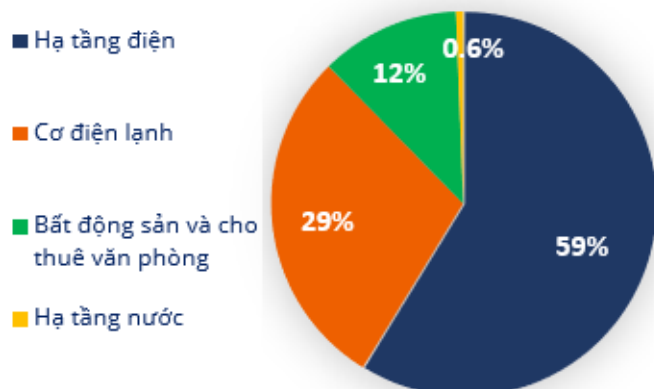
Hoạt động kinh doanh

Các hoạt động chính của REE là: Sản xuất, truyền tải và phân phối điện, đầu tư chiến lược ngành hạ tầng (hạ tầng điện, hạ tầng nước), phát triển và quản lý bất động sản, dịch vụ cơ điện công trình (M&E), sản xuất, lắp ráp và kinh doanh hệ thống điều hòa không khí.

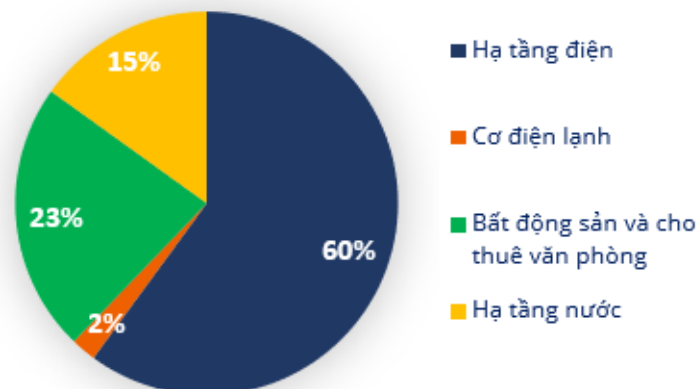
Nhằm phục vụ công tác quản lý, REE được tổ chức theo các đơn vị kinh doanh dựa trên các sản phẩm và dịch vụ, bao gồm 4 bộ phận báo cáo theo hoạt động (mảng hoạt động kinh doanh) như sau:

- Hạ tầng điện;
- Hạ tầng nước;
- Bất động sản và cho thuê văn phòng; và
- Cơ điện lạnh.

Cơ cấu doanh thu theo mảng (30/06/2023)



Cơ cấu lợi nhuận sau thuế theo mảng (30/06/2023)



Nguồn: REE, FNS Research

Doanh thu và lợi nhuận Q2/2023 của REE có diễn biến trái chiều, cụ thể doanh thu Q2/2023 đạt 2,174 tỷ (+7%svck) tuy nhiên lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 623.4 tỷ (-17%svck), doanh thu tăng trưởng tích cực nhưng lợi nhuận lại suy giảm so với cùng kỳ do phải trích lập các khoản phải thu.

Sáu tháng đầu năm 2023, REE tiếp tục mở rộng danh mục đầu tư ở mảng hạ tầng điện khi bổ sung nhà máy thủy điện Sử Pan 2 vào danh mục với tỷ lệ sở hữu 28.87%. Tại Trà Vinh REE cũng đã liên doanh với các nhà đầu tư đến từ Nhật Bản (Kumagai Gumi, Tập đoàn KANSAI, Tập đoàn INPEX) đề xuất thực hiện dự án phát triển 1,800MW điện gió ngoài khơi, các dự án này đã có tên trong danh mục dự án tiềm năng thuộc Đề án Quy hoạch điện VIII đã được Thủ tướng chính phủ phê duyệt.

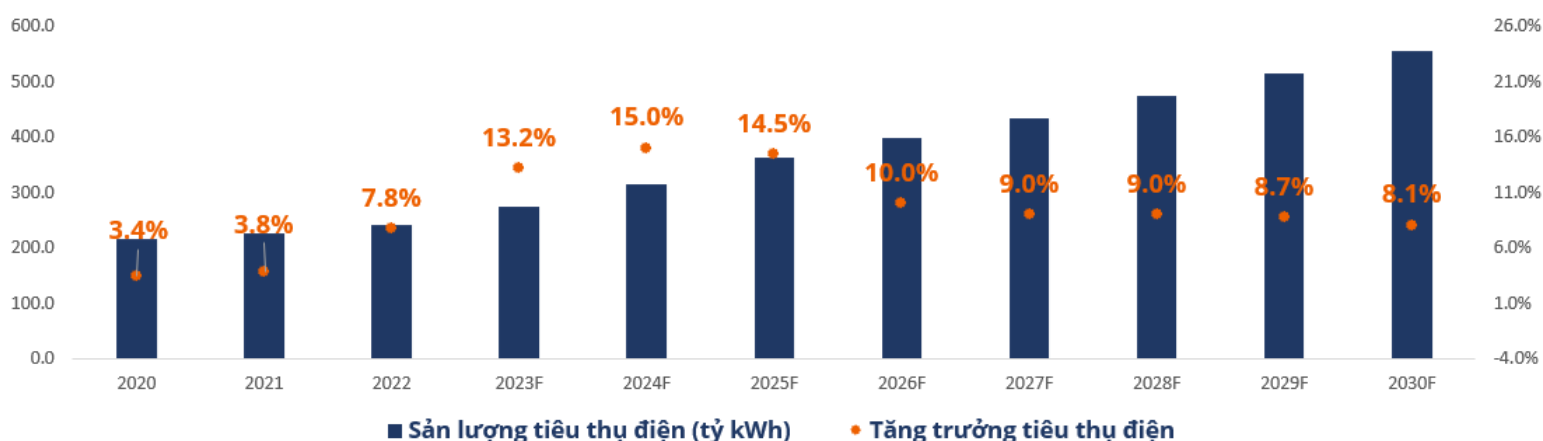
Mảng hạ tầng điện đem lại lợi nhuận vượt trội nhờ tình hình thủy văn thuận lợi nhất trong vòng 5 năm trở lại. Ngoài ra, 3 nhà máy điện gió gồm Trà Vinh V1-3 tại Trà Vinh, Phú Lạc 2 tại Bình Thuận, Lợi Hải 2 tại Ninh Thuận đã đưa vào vận hành trọn năm đóng góp 330 triệu kWh với doanh thu 697 tỷ đồng, công suất được gia tăng bằng việc mua lại 100% sở hữu của Nhà máy thủy điện Nậm Ban 2, công suất 22 MW, đóng góp thêm 81 triệu kWh. Mảng hạ tầng điện này đóng góp 59% doanh thu và 60% lợi nhuận sau thuế, đây chính là yếu tố quyết định cho sự tăng trưởng doanh thu 61% và lợi nhuận 45% so với năm 2021 của REE.

TỔNG QUAN NGÀNH

Triển vọng ngành điện

Quan điểm của chúng tôi là ngành điện có triển vọng khả quan khi nhu cầu tiêu thụ điện ngày càng tăng theo đà tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam. Cụ thể, Thủ tướng Chính phủ đã ký Quyết định số 500/QĐ-TTg về việc phê duyệt Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia thời kỳ 2021 - 2030, tầm nhìn đến năm 2050 (QHĐ VIII) vào ngày 15/05/2023, QHĐ VIII đặt kế hoạch tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) tiêu thụ điện quốc gia là 9% trong giai đoạn 2021-2030, kế hoạch chuyển đổi sang năng lượng xanh với mục tiêu năng lượng tái tạo (bao gồm cả thủy điện) sẽ chiếm 39%-47% và 72% tổng sản lượng điện lần lượt vào năm 2030 và 2050. Năm gần nhất (2022), tăng trưởng tiêu thụ điện đạt 7.8%, doanh thu bán điện thương phẩm tăng 9.3%.

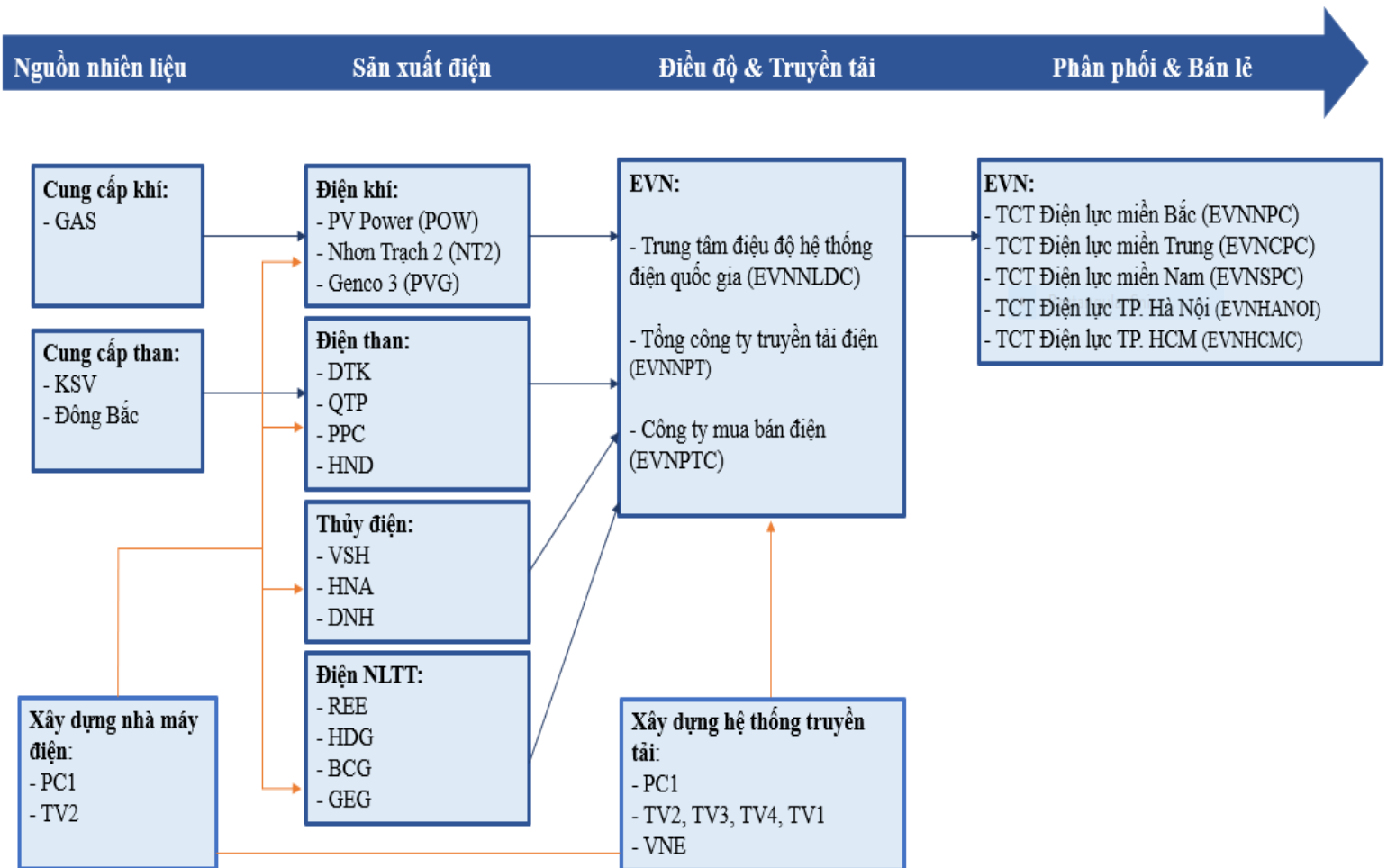
Tăng trưởng tiêu thụ điện Việt Nam giai đoạn 2020-2030F



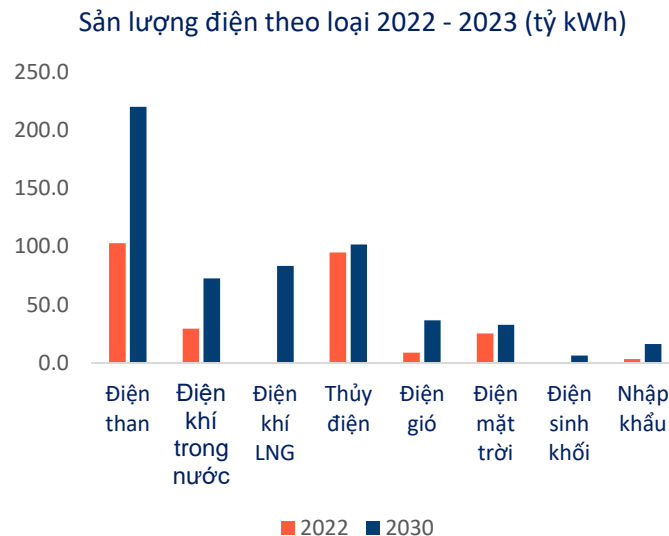
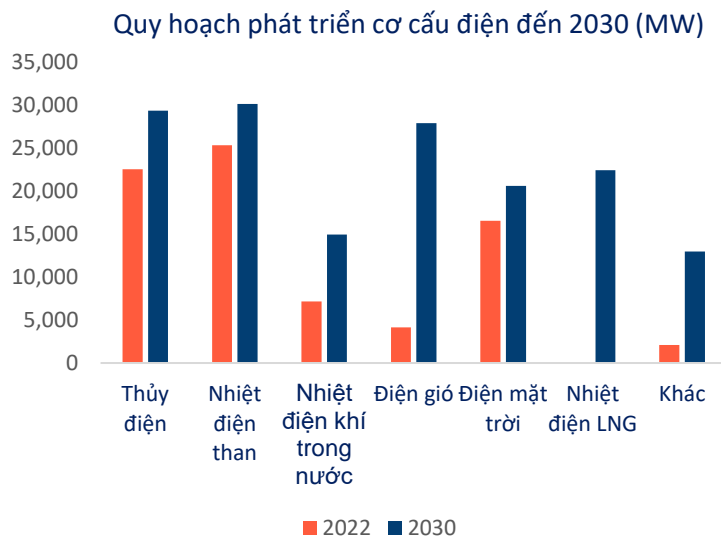
Nguồn: QHĐ VIII, FNS Research

Tăng trưởng tiêu thụ điện thay đổi theo từng thời kỳ của nền kinh tế. Trong giai đoạn đẩy mạnh sản xuất phát triển kinh tế, tập trung vào sản xuất và phát triển công nghiệp thì tốc độ tăng trưởng điện năng thường tăng cao do các ngành tiêu thụ nhiều năng lượng được đẩy mạnh. Khi quá trình đẩy mạnh này cơ bản hoàn thành, cơ cấu kinh tế có sự thay đổi, từng bước chuyển sang phát triển các ngành nghề tiêu thụ ít năng lượng hơn nhưng mang lại hiệu quả cao, khi đó tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ có xu hướng thu hẹp.

Chuỗi giá trị ngành



Tỷ trọng công suất nguồn phát điện theo QHĐ VIII 2022-2030



Nguồn: Bộ Công Thương, FNS Research

Năng lượng tái tạo	Giá tối đa (Không bao gồm VAT)	Giá FIT quy đổi
Điện mặt trời mặt đất	1,185	1,682
Điện mặt trời nổi	1,508	1,825
Điện gió trên bờ	1,587	2,017
Điện gió ngoài khơi	1,816	2,326

Nguồn: EVN, FNS Research

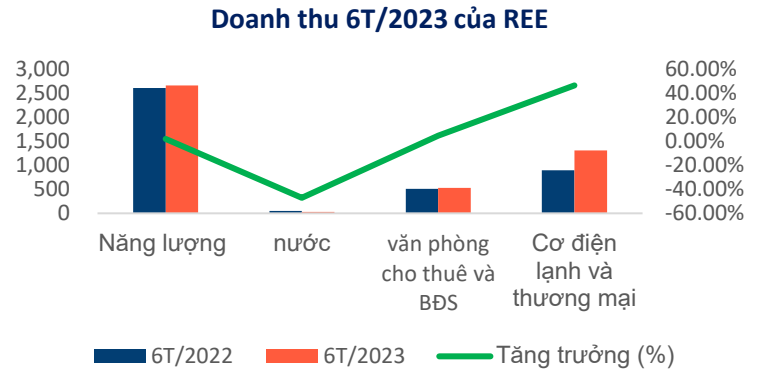
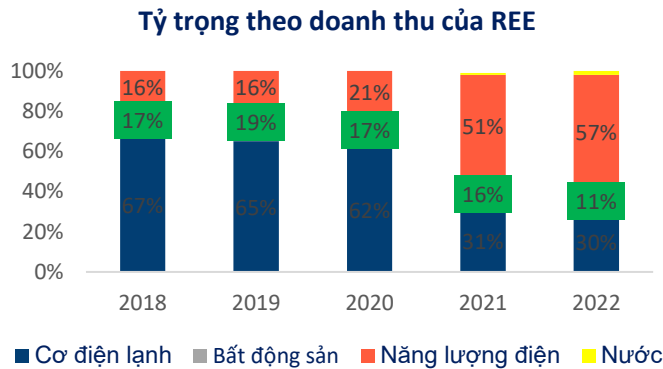
Mức giá trần trong khung giá mới được Bộ Công Thương công bố thấp hơn lần lượt 20% và 30% so với giá FIT trước đây đối với điện mặt trời và điện gió. Đồng thời, giá bán điện sẽ được niêm yết bằng đồng VNĐ. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là sự cản trở đối với việc phát triển các dự án NLTT mới trong khoảng thời gian tới do giá bán điện thấp hơn sẽ làm ảnh hưởng đến tính hiệu quả của các dự án. Đồng thời, các doanh nghiệp phát triển cũng sẽ gặp rủi ro tỷ giá do đang thực hiện các khoản vay bằng đồng ngoại tệ.

Cập nhật kết quả kinh doanh 6T/2023

Trong 6 tháng đầu năm 2023 của REE ghi nhận doanh thu thuần 4,543 tỷ đồng (+11.67% svck), trong đó được hỗ trợ từ 4 mảng kinh doanh: Hạ tầng điện, hạ tầng nước, Bất động sản & văn phòng cho thuê và Cơ điện lạnh, cụ thể:

- **Hạ tầng điện:** Doanh thu đến từ mảng Hạ tầng điện đạt 2,669 tỷ đồng chiếm 58.8% trong cơ cấu doanh thu, so với kế hoạch đề ra trong cuộc họp ĐHCĐ là 5,198 tỷ đồng (tỷ trọng 47.4%), REE đã thực hiện được 51.3% so với kế hoạch đề ra.
- **Hạ tầng nước:** Doanh thu mảng Hạ tầng nước đạt 27 tỷ đồng chiếm 0.6% cơ cấu doanh thu. Trong 6 tháng đầu năm 2023, REE thực hiện được 17.9% kế hoạch đề ra. Năm 2023, mảng Nước được REE lên kế hoạch đạt 151 tỷ đồng, chiếm 1.4% cơ cấu doanh thu.

- **Bất động sản và văn phòng cho thuê:** BĐS, Văn phòng cho thuê đạt 534 tỷ đồng (tỷ trọng 11.7%), thực hiện được 23.9% so với kế hoạch năm 2023 là 2,230, tỷ trọng 20.3%.
- **Cơ điện lạnh:** Cơ điện lạnh là mảng kinh doanh lâu đời nhất của REE, 6 tháng 2023 đạt 1,313 tỷ đồng, chiếm 28.9% tỷ trọng doanh thu, so với kế hoạch cả năm 2023 là 3.338 tỷ đồng, REE đã thực hiện được 38.8%.



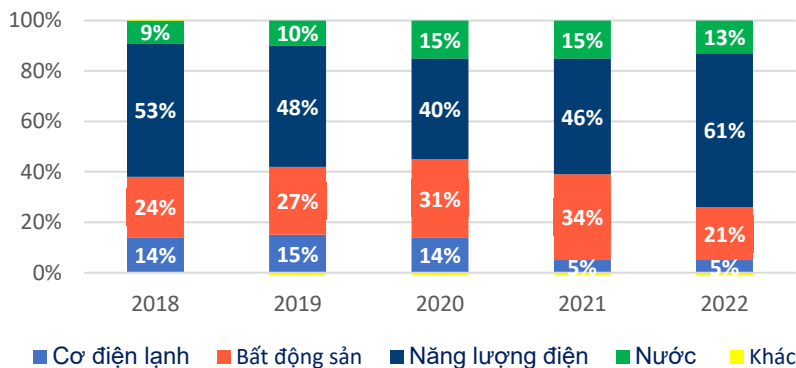
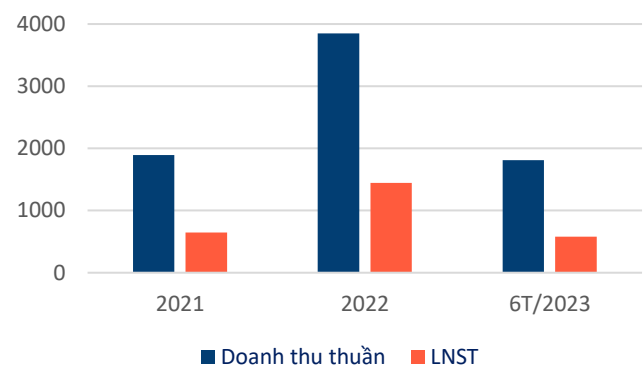
Nguồn: REE, FNS Research

Đvt: Tỷ đồng	2021	2022	6T/2022	6T/2023	svck (%)
Doanh thu thuần	5,810	9,372	4,068	4,543	10.43%
DT Hạ tầng điện	2,963	4,170	2,613	2,669	2.14%
DT Hạ tầng nước	92	154	51	27	-47.06%
DT Bất động sản & VP cho thuê	938	1,026	510	534	4.71%
DT Cơ điện lạnh	1,817	3,929	895	1,313	46.70%
DT dịch vụ khác	-	93	-	-	-
Giá vốn hàng bán	(3,500)	(5,042)	(2,022)	(2,409)	-19.14%
Lợi nhuận gộp	2,310	4,330	2,046	2,134	4.28%
Biên lợi nhuận gộp	39.76%	46.20%	50.30%	46.97%	
Thu nhập tài chính	466	187	82	124	52.65%
Chi phí tài chính	(707)	(942)	(443)	(511)	15.44%
Chi phí SG&A	(455)	(667)	(210)	(292)	39.38%
Lợi nhuận trước thuế	2,400	3,879	1,891	1,849	-2.26%
Lợi nhuận sau thuế	2,135	3,515	1,710	1,679	-1.86%

Nguồn: BCTC REE, FNS Research

Lợi nhuận gộp 6T/2023 đạt 2,134 tỷ đồng (+4.285%) svck. Tuy nhiên, biên lãi gộp lại giảm từ 50.3% còn 46.97% so với 6T/2022, nguyên nhân chủ yếu bởi hoạt động trong mảng Hạ tầng điện kém hơn so với cùng kỳ do thủy điện suy yếu, các loại điện năng lượng tái tạo chưa có sự đầu tư mạnh, bao gồm lĩnh vực M&E; Doanh thu tài chính phát sinh khoản lãi 124 tỷ đồng (+52.65% svck) chủ yếu từ các khoản lãi tiền gửi, cổ tức lợi nhuận được chia. Lợi nhuận từ các Công ty con chuyển về không cùng thời điểm. Trong 6T/2023, REE đã chuyển dự án điện gió Trà Vinh sang Công ty TNHH Điện gió REE Trà Vinh, không thể hiện trên doanh thu, báo cáo riêng trong năm 2023, tuy nhiên báo cáo tài chính bán niên 2022 có ghi nhận.

Mảng hạ tầng điện	2018	2019	2020	2021	2022
Công suất theo tỷ lệ sở hữu REE (MW)	635	786	887	975	1,023
Thủy điện (MW)	349	478	478	484	512
Nhiệt điện (MW)	281	281	281	281	281
Điện gió (MW)	6	12	12	87	87
Điện mặt trời trang trại (MWp)	0	12	30	30	30
Điện mặt trời mái nhà (MWp)	0	3	86	93	113
Doanh thu (tỷ đồng)	834	790	1,178	2,963	5,365
LNST (tỷ đồng)	943	813	670	872	1,666
Cổ tức từ CT liên doanh & liên kết (tỷ đồng)	668	504	361	1,084	753
Vốn đầu tư (tỷ đồng)	4,681	6,328	6,658	7,689	8,521
VCSH (tỷ đồng)	5,229	6,480	6,840	9,714	10,638
ROI (%)	14	9	6	15	9
ROE (%)	18	14	10	11	16

Tỷ trọng theo lợi nhuận ròng

Doanh thu thuần và LNST mảng Năng lượng


Nguồn: REE, FNS Research

Lợi nhuận sau thuế 6T/2023 giảm 4.3% svck do: (i) Mảng hạ tầng điện giảm 69.7 tỷ đồng svck, ảnh hưởng từ lợi nhuận của các công ty thành viên cũng như liên kết thuộc nhóm thủy điện giảm so với cùng kỳ, khi lượng nước về hồ giảm, tác động trực tiếp đến sản lượng Công ty CP Thủy điện Thác Mơ, CTCP Thủy điện Miền Trung,...; (ii) Mảng Cơ điện lạnh của REE do thị trường BĐS từ đầu năm đến nay hầu như đóng băng và vẫn chưa có chuyển biến tích cực; (iii) Ngoài ra, mặt bằng lãi suất tín dụng thời gian qua cũng ảnh hưởng đến mảng Cơ điện lạnh làm phát sinh chi phí dự phòng nợ tăng, kết quả làm cho lợi nhuận của mảng kinh doanh này cũng bị ảnh hưởng, giảm 21.8 tỷ đồng svck.

Triển vọng kinh doanh 6 tháng cuối năm 2023

Hoạt động từ mảng Hạ tầng điện

1. Thủy điện:

Sản lượng thủy điện 6T/2023 đạt mức 2,580 triệu kWh, giảm 14% svck nguyên nhân bởi lưu lượng nước về các hồ thủy điện giảm mạnh, chịu ảnh hưởng nhiều nhất là các nhà máy thủy điện ở khu vực phía Bắc. Doanh thu từ mảng thủy điện đạt 1,812

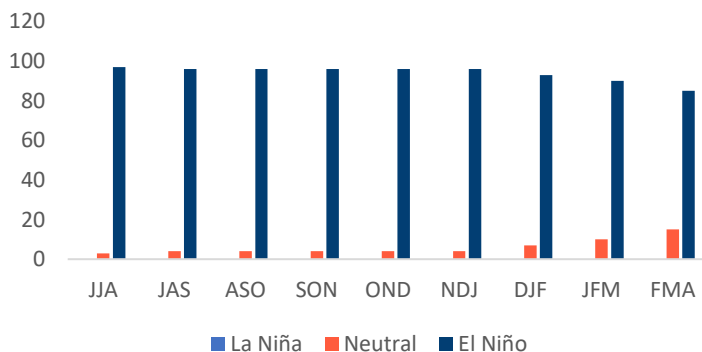
tỷ đồng (-0.2% svck), khiến cho lợi nhuận từ thủy điện chỉ đạt 579 tỷ đồng, giảm 11% svck. Nguyên nhân chính khiến cho lợi nhuận mảng thủy điện giảm do sản lượng thủy điện giảm mạnh và tình hình thủy văn kém thuận lợi, nắng nóng và hiện tượng El Nino kéo dài, lượng mưa ít hơn năm ngoái làm cho mực nước ở hồ cạn, một số hồ cạn mức nước chết. Triển vọng thủy điện Quý 3/2023 chúng tôi dự kiến sẽ khả quan hơn, mùa mưa thường là mùa của Quý 3, sản lượng thủy điện cao nhất trong cả năm, tác động bởi áp thấp nhiệt đới.

Tên Công ty	Địa điểm	Tỷ lệ sở hữu (%)	Số đầu năm
CTCP Thủy điện Thác Bà	Tỉnh Yên Bái	60.42	60.42
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh	Tỉnh Bình Định	52.15	50.45
CTCP Thủy điện Mường Hum	Tỉnh Lào Cai	79.84	79.84
CTCP Đầu tư Thủy Điện Thác Bà 2	Tỉnh Yên Bái	35.6	0
CTCP Phát triển Điện Đông Dương	Tỉnh Lai Châu	99.99	0

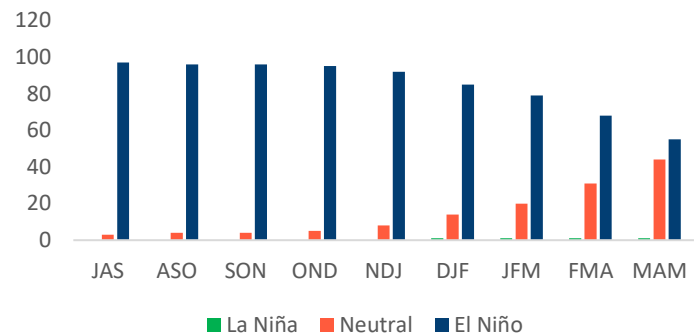
Nguồn: REE, FNS Research

Theo dự báo về hiện tượng ENSO của Viện Nghiên cứu quốc tế khí hậu và xã hội Mỹ (NOAA), hiện tượng El Nino vẫn chưa có dấu hiệu suy giảm, nên chúng tôi ước tính sản lượng thủy điện có phần kém tích cực hơn dù vẫn có sự kỳ vọng cao từ mùa mưa bão tác động đến các hồ chứa nước.

Xác suất ENSO CPC NOAA chính thức (T7/2023)



IRI dự báo xác suất ENSO (T7/2023)



Nguồn: IRI Columbia, FNS Research

6 tháng đầu năm 2023, lợi nhuận Thủy điện đạt 579 tỷ đồng giảm 11% svck do Quý 2/2023 sản lượng điện giảm bởi thời tiết nắng nóng, mưa ít nên lưu lượng nước về các hồ giảm mạnh. Biên lãi ròng Quý 2/2023 giảm 107 tỷ đồng, chủ yếu vì mảng Năng lượng điện gồm các công ty con và công ty liên kết thuộc nhóm Thủy điện như CTCP Thủy điện Thác Bà, CTCP Thủy điện Thác Mơ, Thủy điện miền trung chịu ảnh hưởng tiêu cực từ tình hình thủy văn. Chúng tôi kỳ vọng đến cuối năm 2023, Thủy điện của REE có thể đạt 2,732 tỷ đồng (-28.98% svck) lợi nhuận sau thuế.

2. Điện gió:

Doanh thu điện gió trong 6 tháng đầu năm 2023 ghi nhận mức tăng trưởng 9.5% svck nhờ mùa gió tốt hơn. Tuy nhiên LNST điện gió giảm 8.6% svck do ảnh hưởng từ nhà máy Trà Vinh V1-3 bởi chi phí lãi vay tăng. Sản lượng điện gió tại khu vực Bình Thuận tăng, nhưng do chi phí tài chính liên quan đến khoản vay IFC của nhà máy Phú Lạc 2 và Lợi Hải 2 tăng kèm lỗ chênh lệch tỷ giá nên lợi nhuận của CTCP phong điện Thuận Bình chỉ tăng nhẹ svck.

Hiện tại REE chưa có kế hoạch cụ thể về tăng trưởng công suất mạnh do chưa có chính sách giá mới, do vậy chúng tôi cho rằng sản lượng điện gió sẽ được duy trì ở mức ổn định tương tự năm 2022 (đạt 330-350 triệu kWh). Về trung và dài hạn, khi những chính sách về điện gió và điện mặt trời được quy hoạch theo hướng tích cực và phù hợp, chúng tôi cho rằng REE sẽ có rất nhiều lợi thế từ chính sách mới này nhờ kinh nghiệm dày dặn của mình.

Mảng Điện gió năm 2022, ghi nhận sản lượng điện đạt 330 triệu kWh nhờ ghi nhận kết quả kinh doanh cả năm của ba nhà máy điện gió Phú Lạc 2, Lợi Hải 2 và Trà Vinh. Các nhà máy điện gió có thể đối mặt với một số khó khăn nhất định về (i) tốc độ gió trung bình giảm 8% tại khu vực Bình Thuận, (ii) tình trạng cắt giảm sản lượng điện với các nhà máy Phú Lạc 2 và Lợi Hải 2, (iii) tỷ giá và lãi suất tăng khiến chi phí tài chính CTCP Phong điện Thuận Bình tăng mạnh.

Lợi nhuận mảng điện gió đạt 102 tỷ đồng (-8.6% svck) do ảnh hưởng bởi chi phí lãi vay tăng cao từ nhà máy Trà Vinh V1-3; Chi phí tài chính từ khoản vay của IFC Phú Lạc 2 và Lợi Hải 2 tăng, kèm theo lỗ chênh tỷ giá nên lợi nhuận của CTCP Phong điện Thuận Bình chỉ tăng nhẹ svck dù sản lượng điện gió tăng.

Nhà máy điện gió Trà Vinh số 3 là nhà máy điện gió gần bờ với chi phí bỏ ra thấp hơn so với điện gió xa bờ. Chúng tôi đánh giá điện gió là mảng kinh doanh tiềm năng của REE trong những năm kế tiếp với chi phí thấp khi áp dụng theo QHĐ VIII vô phát triển.

Chi phí của các dự án điện gió giảm mạnh do những tiến bộ về công nghệ như: Tăng độ dài của cánh quạt và trụ, công nghệ Rotor cải thiện giúp hoạt động tốt trong khung vận tốc gió rộng hơn. Ngoài ra, lợi thế kinh tế về quy mô nhờ năng lực sản xuất lớn và tiết giảm chi phí vận hành cũng là một trong những yếu tố góp phần làm giảm giá thành sản xuất điện gió. Chúng tôi dự kiến doanh thu điện gió đạt 735 tỷ đồng (+5.45%).

3. Điện mặt trời (ĐMT):

6 tháng đầu năm 2023, sản lượng điện mặt trời tăng 6.8% so với cùng kỳ nhưng lợi nhuận giảm 34.3% vì (i) ghi nhận thêm chi phí khấu hao của các dự án điện mặt trời phát triển trong năm 2022, (ii) chi phí lãi vay tăng so với cùng kỳ năm trước, (iii) khách hàng giảm nhu cầu sử dụng điện.

Điện mặt trời (ĐMT) đang là loại hình năng lượng tái tạo (NLTT) có chi phí sản xuất thấp nhất. Chỉ số đo lường chi phí trong việc sản xuất điện (LCOE) của các dự án điện mặt trời ở mức 0.048 USD/kWh (giảm 8.5 lần so với thời điểm 2010). Chi phí lắp đặt của các dự án điện mặt trời giảm mạnh từ mức 4,808 USD/kWh (2010) xuống chỉ còn 857 USD/kWh (2021), giảm khoảng 4.5 lần và trở thành loại hình NLTT có chi phí sản xuất thấp nhất. Nguyên nhân chủ yếu là do giá trung bình của các tấm module năng lượng mặt trời giảm mạnh trong thời gian qua.

Chúng tôi cho rằng khi chính sách giá mới cho các dự án NLTT chuyển tiếp được thông qua, các doanh nghiệp đang có kế hoạch mở rộng đầu tư vào lĩnh vực NLTT trong trung và dài hạn như REE, PC1 và GEG sẽ được hưởng lợi nhờ xu hướng giảm chi phí đầu tư. Nhờ đó, kỳ vọng của chúng tôi năm 2023, điện mặt trời đạt 277 tỷ đồng (+19.91%)

4. Nhiệt điện:

6 tháng đầu năm 2023, lợi nhuận nhiệt điện tăng 96.3% so với cùng kỳ (từ 22 tỷ đồng tăng lên 43 tỷ đồng) chủ yếu đến từ kết quả kinh doanh của Nhà máy nhiệt điện Phả Lại (PPC). Nhờ giá nhiên liệu có dấu hiệu hạ nhiệt, thủy điện gặp bất lợi nên sản lượng nhiệt điện được ưu tiên huy động từ Quý 2/2023, đồng thời trong kỳ PPC ghi nhận thêm thu nhập tài chính từ cổ tức.

Hoạt động từ mảng Hạ tầng nước:

6 tháng đầu năm 2023, lợi nhuận sau thuế đạt 185 tỷ đồng, tăng 14.7% svck nhờ trong kỳ sản lượng của các nhà máy xử lý và phân phối nước sạch đều tăng. Tổng sản lượng nước được xử lý trong 6 tháng đầu năm 2023 là 213 triệu m³, tăng 2% svck nhờ sản lượng của nhà máy nước Sông Đà tăng 5.8% svck. Tổng sản lượng nước sạch phân phối là 142.8 triệu m³, tăng 8.9% svck nhờ nhà máy phân phối nước Thủ Đức và Gia Định có sản lượng tăng lần lượt 13.3% và 8.3% svck.

Công suất phát nước có tăng dần theo lộ trình hợp đồng mua bán nước cho đến khi đạt công suất tối đa. Lợi nhuận năm 2022 tăng từ 163 tỷ đồng lên 339 tỷ đồng (trung bình 21.9%/năm). Lợi nhuận lớn này được chính REE tích cực đầu tư vào mảng hạ tầng nước thông qua các công ty liên kết. Đóng góp rất lớn vào tổng lợi nhuận và là mảng hoạt động tích cực hỗ trợ cho REE rất nhiều những năm qua. REE còn sở hữu 65% Công ty TNHH TK Cộng, hỗ trợ cho REE về mảng chiến lược nước sạch sau này.

Tên công ty	Mã CK	Tỷ lệ sở hữu	BV (Tỷ VND)	Vốn hóa (Tỷ VND)	Giá trị (Tỷ VND)
CTCP Cấp nước Thủ Đức	TDW	44.17%	66	195	86
CTCP Cấp nước Gia Định	GDW	20.05%	31	301	60
CTCP Cấp nước Nhà Bè	NBW	20.02%	40.7	468	94
CTCP Cấp nước Khánh Hòa	KHW	43.88%	255	533	234
CTCP Nước sạch Sông Đà	VCW	35.95%	763	2,032	731
CTCP BOO Nước Thủ Đức	N/A	42.07%	287	N/A	287
CTCP ĐT&KD Nước sạch Sài Gòn	N/A	40.00%	177	N/A	177
CTCP Đầu tư nước Tân Hiệp	N/A	32.00%	113	N/A	113
TỔNG GIÁ TRỊ MẢNG HẠ TẦNG NƯỚC			1,733		1,782

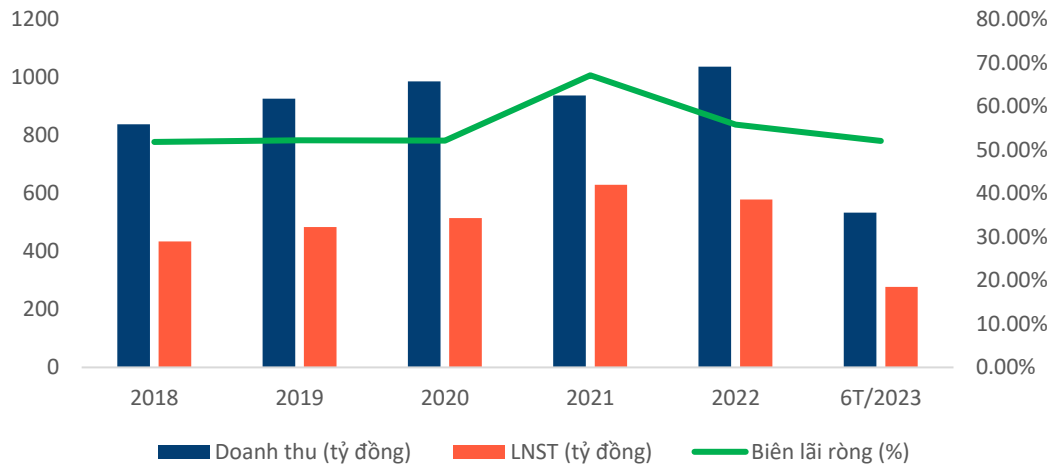
Nguồn: REE, FNS Research

Nhóm doanh nghiệp sản xuất nước sạch: Tổng công suất sở hữu là 456,360 (m³/ngày) với giá trị đầu tư 1,759 tỷ đồng. Nhóm doanh nghiệp phân phối nước sạch được REE đầu tư với giá trị là 425 tỷ đồng. Mảng Nước được REE tập trung chủ yếu ở Hà Nội và khu vực TP. Hồ Chí Minh. Nhu cầu tiêu thụ nước tăng 6%/năm, trong đó nhu cầu sử dụng nước của hộ gia đình tăng đều hàng năm khoảng 5-7%/năm; Công nghiệp tăng 10-12%/năm. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng hạ tầng nước của REE là 154 tỷ đồng (+38.96% so với cùng kỳ năm 2022).

Hoạt động từ mảng Bất động sản và Văn phòng cho thuê:

1. Bất động sản:

6 tháng đầu năm 2023, lợi nhuận sau thuế tăng 2 tỷ đồng đạt 7 tỷ đồng, ghi nhận mức tăng 35.3% svck nhờ vào sự tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của công ty liên kết. Về tiến độ dự án nhà ở thương mại, khu dân cư Bồ Xuyên – tỉnh Thái Bình (tên dự án: The Light Square), dự án đã được thẩm duyệt hồ sơ thiết kế cơ sở, đã đủ điều kiện tiến hành xây dựng hạng mục 45 căn nhà liên kế, cũng như mọi thứ đều được thẩm duyệt hồ sơ thiết kế cơ sở. Ngày 05/07/2023, dự án đã chính thức bước vào khởi công trong giai đoạn 1 gồm hầm để xe chung, hạ tầng và 45 căn nhà thấp tầng, dự kiến ngày 31/12/2023 sẽ hoàn thành giai đoạn 1. Về Dự án E.Town 6, đến hết ngày 30/06/2023, công tác hoàn thiện xây dựng tại các tầng hầm đã hoàn thành. Dự kiến vào cuối tháng 09/2023 này sẽ cất nóc công trình, sau đó sẽ hoàn thiện.



Nguồn: REE, FNS Research

2. Văn phòng cho thuê:

Doanh thu tăng 4.6% svck, cũng nhờ vào chính sách mới của công ty, REE đã điều chỉnh giá cho thuê văn phòng theo chính sách mới phù hợp với giá thị trường đối với những hợp đồng ký tiếp và ký mới.

Tuy vậy, lợi nhuận sau thuế lại giảm 2.8% svck, do tỷ lệ lấp đầy của các tòa nhà REE cho thuê giảm 1.6% svck (chỉ còn 96.8% so với mức 98.4%), tỷ lệ lấp đầy bình quân văn phòng cho thuê trong 6T/2023 do nhu cầu sử dụng của khách hàng giảm bớt.

Tên tòa nhà	Diện tích sử dụng (m2)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (usd/m2/tháng)
E.Town 1	29,480	95%	14.00
E.Town 2	26,633	95%	N/A
E.Town 3	12,917	90%	N/A
E.Town 4	10,500	90%	N/A
E.Town EW	4,233	100%	N/A
IDC Building	2,004	100%	13.50
Maison	1,353	100%	14.50
REE Corp	3,370	100%	N/A
REE Tower	18,482	100%	17.50
REE Bà Hom	1,574	100%	N/A
E.Town Central	34,000	100%	25.00
E.Town 6			N/A
Tổng	144,546	96%	
CÁC DỰ ÁN ĐANG TRIỂN KHAI CỦA REE			
E.Town 6	40,000		25.00

Nguồn: REE, FNS Research

3. Dự án E.Town 6:

Dự án E.Town 6 được REE lên kế hoạch và bước vào khởi công đã lâu, dự kiến theo kế hoạch đầu năm đề ra vào quý 4/2023 sẽ hoàn thiện và đi vào vận hành.

Tính đến thời điểm ngày 30/06/2023, công tác hoàn thiện xây dựng tại các tầng hầm đã hoàn thành. Dự kiến vào cuối tháng 09/2023 này sẽ cất nóc công trình, sau đó dự án E.Town 6 sẽ chính thức được đi vào giai đoạn hoàn thiện, và quý 4/2023 sẽ đưa dự án vào khai thác.

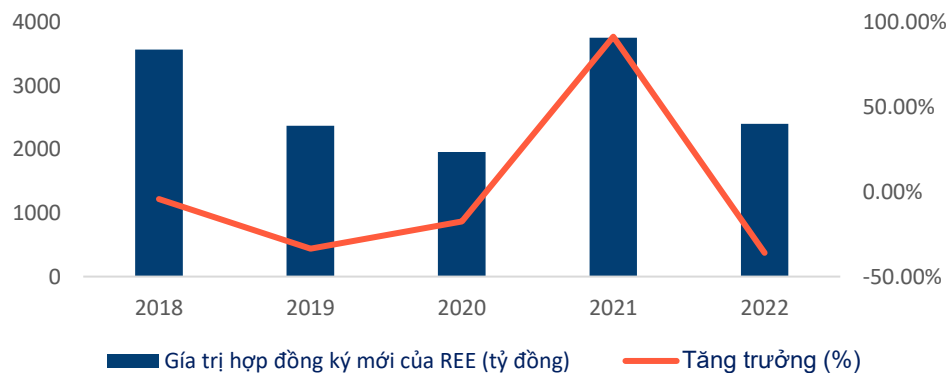
Với tiến độ hiện tại cùng với dự kiến E.Town 6 sẽ có mức giá cho thuê 25 USD/m²/tháng. Tăng diện tích sàn quản lý +24% (từ 165,000m² – 205,000m²). Chúng tôi kỳ vọng mảng văn phòng cho thuê và BĐS của REE năm 2023 doanh thu đạt 1,978 tỷ đồng (+92.79% svck 2022).

Hoạt động từ mảng Cơ điện lạnh (M&E):

Doanh thu của REE M&E tăng 64.8% svck nhờ các dự án thi công được ghi nhận doanh thu tương ứng với khối lượng công việc đã được nghiệm thu hoàn thành. Tuy nhiên, lợi nhuận sụt giảm còn 25 tỷ đồng (-39.8%) svck do trong kỳ, REE M&E ghi nhận thêm nợ khó đòi.

REEPRO doanh thu tăng 45.9% svck, nhờ vào việc trong kỳ kinh doanh vừa qua REEPRO đã ghi nhận tăng hơn 4 lần thu nhập khác (hoàn dự phòng bảo hành của các công trình solar đã hết hạn bảo hành).

REE Tech và RMC có doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt giảm 5.9% và 128.2% svck, nguyên nhân chính do sản lượng tiêu thụ máy điều hòa không khí thương hiệu Fujitsu trong kỳ giảm 44.5% bởi RMC đã chính thức thu hẹp kinh doanh từ quý 2/2023 này.



Nguồn: REE, FNS Research

Năm 2023, mảng Cơ Điện Lạnh tại Công ty tập trung vào các lĩnh vực: Đầu tư công, Dự án có phân xưởng nhà máy mới và Du lịch - khách sạn, nhờ vào: (i) Chính sách đẩy mạnh đầu tư công của chính phủ; (ii) Hoạt động mở rộng sản xuất của các Doanh nghiệp FDI tại Việt Nam và (iii) Sự phục hồi tương đối của ngành du lịch. Chúng tôi kỳ vọng, năm 2023, tổng doanh thu mảng Cơ điện lạnh của REE đạt 2,851 tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

Năm 2023, Chúng tôi ước tính doanh thu thuần của REE sẽ đạt 8,787 tỷ đồng (-6.24% svck). Lợi nhuận sau thuế đạt 3,365 tỷ đồng (-4.27% svck). Chúng tôi kỳ vọng REE sẽ có tốc độ tăng trưởng trung bình lũy kế hàng năm đạt 12%–15%. Kỳ vọng từ các nhà máy điện sẽ hoạt động đều đặn, liên tục và có sự chủ động tham gia tích cực ở thị trường phát điện cạnh tranh, đặc biệt là trong quý 3/2023 này. Đối với hai lĩnh vực Hạ tầng điện, Hạ tầng nước thì tập trung phát triển công suất mới với tiêu chí

mang tính quyết định cho sự phát triển bền vững. Bất động sản với 2 phân khúc nhà ở đưa ra thị trường, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận của khối kinh doanh này sẽ được cải thiện đáng kể. Các toà nhà văn phòng hiện hữu tiếp tục duy trì tỷ lệ lấp đầy cao. Toà nhà E.Town 6 với tổng diện tích cho thuê 36,796 m2 dự kiến sẽ được hoàn thành trong quý 4/2023 và đưa vào vận hành, nâng tổng diện tích lên 181,652 m2.

Chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp so sánh có các yếu tố tương đồng với REE, sau đó sử dụng các tỷ số định giá theo từng phương pháp để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu REE. Đối với mảng Hạ tầng điện và Hạ tầng nước, chúng tôi áp dụng phương pháp định giá dựa trên bội số thu nhập của từng mảng điện riêng lẻ của Công ty, kết hợp so sánh với các công ty hoạt động về mảng thủy điện, năng lượng tái tạo với giả định giá trị doanh nghiệp chiết khấu 12.5%; Về mảng Cơ điện lạnh chúng tôi áp dụng P/E với hệ số mục tiêu là 13.85; Định giá theo tỷ suất vốn hóa (Capitalization rate) với Bất động sản và văn phòng cho thuê, kỳ vọng dòng tiền lớn đổ về nhờ E.Town 6; Các khoản đầu tư khác liên quan áp dụng phương pháp giá trị sổ sách (Book Value).

Mảng hoạt động	Phương pháp định giá	Giá trị doanh nghiệp
Hạ tầng điện	EV/EBITDA	17,738
Hạ tầng nước	EV/EBITDA	3,909
Cơ điện lạnh	P/E	1,492
Bất động sản và văn phòng cho thuê	Tỷ suất vốn hoá	11,267
Đầu tư khác	BV	950
Tổng giá trị		35,356
Nợ ròng		3,016
Giá trị VCSH		32,340
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		409
<i>Giá trị cuối cùng của cổ phiếu (vnd/cp)</i>		79,071
Giá hiện tại (đồng/cp) – (17/10/2023)		61,600
Upside (%)		28.4%

Nguồn: REE, FNS Research

Áp dụng phương pháp Sum of the parts (SOTP) kết hợp với phương pháp P/E, EV/EBITDA và tỷ suất vốn hoá (Cr), chúng tôi đề xuất mua với giá mục tiêu: 79,071 VNĐ/cổ phiếu, upside: 28.4%.

PHỤ LỤC

Báo cáo tài chính tóm tắt của REE

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH		<i>(ĐVT: Tỷ VND)</i>			
Năm	2020	2021	2022	2023F	
Doanh thu thuần	5,640	5,810	9,372	8,787	
Giá vốn hàng bán	(4,034)	(3,500)	(5,042)	(4,727)	
Lợi nhuận gộp	1,606	2,310	4,330	4,060	
Doanh thu hoạt động tài chính	222	466	187	383	
Chi phí tài chính	475	707	942	855	
Lãi (lỗ) công ty liên doanh, liên kết	915	774	1,077	985	
Chi phí SG&A	366	456	667	706	
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	1,901	2,387	3,986	3,867	
Lợi nhuận khác	22	13	(107)	(107)	
Lợi nhuận trước thuế	1,924	2,400	3,879	3,759	
Lợi nhuận sau thuế	1,714	2,135	3,515	3,365	
LNST cổ đông Công ty mẹ	1,628	1,855	2,693	2,811	

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ					
Năm	2020	2021	2022	2023F	
LC tiền thuần từ HĐKD	613	1,525	1,569	3,331	
LC tiền thuần từ HĐĐT	(827)	(2,013)	(768)	(1,107)	
LC tiền thuần từ HĐTC	(674)	1,667	(1,481)	(1,786)	
LC tiền thuần trong kỳ	(888)	1,179	(680)	438	
<i>Tiền & tương đương tiền đầu kỳ</i>	<i>1,540</i>	<i>652</i>	<i>1,831</i>	<i>1,151</i>	
<i>Tiền & tương đương tiền cuối kỳ</i>	<i>652</i>	<i>1,831</i>	<i>1,151</i>	<i>1,589</i>	

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Năm	2020	2021	2022	2023F
Tài sản ngắn hạn	6,009	6,806	8,573	7,810
<i>Tiền & tương đương tiền</i>	<i>652</i>	<i>1,831</i>	<i>1,151</i>	<i>1,589</i>
<i>ĐTTC ngắn hạn</i>	<i>1,329</i>	<i>914</i>	<i>1,749</i>	<i>1,303</i>
<i>Phải thu ngắn hạn</i>	<i>3,082</i>	<i>2,986</i>	<i>4,013</i>	<i>3,446</i>
<i>Hàng tồn kho</i>	<i>808</i>	<i>800</i>	<i>1,409</i>	<i>1,250</i>
<i>Tài sản ngắn hạn khác</i>	<i>139</i>	<i>275</i>	<i>251</i>	<i>222</i>
Tài sản dài hạn	14,522	25,021	25,341	27,727
<i>Tài sản cố định</i>	<i>2,585</i>	<i>16,058</i>	<i>15,842</i>	<i>15,999</i>
<i>Bất động sản đầu tư</i>	<i>1,773</i>	<i>1,570</i>	<i>1,457</i>	<i>2,456</i>
<i>Tài sản dở dang dài hạn</i>	<i>276</i>	<i>406</i>	<i>549</i>	<i>525</i>
<i>ĐTTC dài hạn</i>	<i>9,287</i>	<i>6,261</i>	<i>6,491</i>	<i>7,689</i>
<i>TS dài hạn khác</i>	<i>307</i>	<i>380</i>	<i>385</i>	<i>358</i>
<i>Lợi thế thương mại</i>	<i>243</i>	<i>308</i>	<i>583</i>	<i>656</i>
TỔNG TÀI SẢN	20,530	31,827	33,915	35,537
Nợ phải trả	8,317	15,469	14,711	15,883
<i>Nợ ngắn hạn</i>	<i>3,443</i>	<i>4,062</i>	<i>4,086</i>	<i>3,936</i>
<i>Nợ dài hạn</i>	<i>4874</i>	<i>11,407</i>	<i>10,624</i>	<i>11,947</i>
Vốn chủ sở hữu	12,213	16,358	19,204	19,654
TỔNG NGUỒN VỐN	20,530	31,827	33,915	35,537

KHUYẾN CÁO (Miễn trừ trách nhiệm):

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng FNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào. Trong tương lai, FNS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin thay đổi hoặc có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với nội dung của bài báo cáo trên.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của FNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ:

Phòng Nghiên cứu Phân tích & Tư vấn Đầu tư – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN FUNAN

Email: research@funan.com.vn

Website : www.funan.com.vn

TRỤ SỞ CHÍNH

Đ/c: Tầng 7 Vincom Center, 72 Lê Thánh Tôn, Phường Bến Nghé, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel : (028) 6295.9158

Fax: (028) 6295.9218

CHI NHÁNH SÀI GÒN

Đ/c: Tầng 3, số 353-353bis-355 An Dương Vương, Phường 3, Quận 5, TPHCM

Tel : (028) 6295.9138

Fax: (028) 6295.9178

CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG

Đ/c: Số 90-92 Hồ Xuân Hương, Phường Khuê Mỹ, Quận Ngũ Hành Sơn, Đà Nẵng

Tel : (0236) 377.9655

Fax: (0236) 377.9656

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Đ/c: Tầng 10, Tòa nhà HAREC, số 4A Láng Hạ, Phường Thành Công, Quận Ba Đình, Hà Nội

Tel : (024) 6283.3666

Fax: (024) 3206 8881